

# 青岛啤酒 (600600)

证券研究报告

2020年01月21日

## 迎合行业发展顶层逻辑，重振纯正国货往日荣光

### 中高端产品结构脉络清晰，产品品质始终保持卓越地位

自2013年起，啤酒行业开始回落，行业市场容量接近饱和。随着人均可支配收入的上涨和消费观念的升级，消费需求由量向质转变，低价竞争策略难以为继，行业主导逻辑从营收端向利润端转移。进入存量时代后，我们认为产品结构升级将成为行业未来的主要驱动，也是打破囚徒困境的机遇。

在产品结构升级的背景下，青岛啤酒主品牌始终定位中高端，近几年来一直致力于产品结构的改善，中高端脉络逐步清晰。2002-2018年，青岛啤酒主品牌销量占比从30.8%提升到48.7%，并有加速的趋势。公司千升酒价维持在3200元/千升左右，处于行业领先水平。公司以高品质的品牌形象，持续优化产品结构，近年来不断推出高端新品，卡位啤酒行业的发展逻辑。

### 硕果仅存的国货中处于最高战略地位，品牌建设持续夯实

随着消费升级的演替，消费者对品质的追求愈发强烈。我们认为啤酒行业将朝着短保方向演变，即鲜啤能够最大程度的满足消费者的追求。青岛啤酒在国内拥有62家全资和控股的啤酒生产企业，渠道优势显著。同时借力供应链革命，探索新零售模式，为鲜啤发展提供了基础。

在本土快消品全面崛起的今天，“国货”文化建设让品牌焕发年轻生命力，增强品牌粘性。2003年青啤确立打造品牌年轻化的战略，通过“四位一体”的市场推广模式加强品牌营销。2018年，青啤亮相纽约时装周，将“中国经典”与“中国潮流”巧妙结合，打造“百年国潮”文化，体现“百年国货”的文化价值，卡位国产品牌回馈消费者的逻辑之中。

### 治理结构不断改善，产能持续优化

2017年复星入股青啤，有助于公司机制改革的推进。同时，复星也将积极推动旗下各类酒店、餐饮业务与公司的全面对接，提高公司的渠道渗透力度，采用多种形式加快提升公司的市场拓展和业务发展。2018年5月，公司管理层实现平稳过渡，高层顺利更迭，治理结构不断改善。

2014年行业下滑后，公司开始大规模缩减资本性开支。伴随关厂计划的稳步推进，公司效率将持续优化，预计未来3-5年公司将逐步关闭整合10家左右工厂，产能利用率有望进一步提升。过去限制青啤跨步发展的掣肘逐一破除，新青啤会实现新发展。

**盈利预测：**预计公司2019-2021年实现营收285.27/307.52/332.10亿元，同比增长7.34%/7.80%/7.99%，实现净利润17.27/21.16/26.38亿元，同比增长21.42%/22.52%/24.68%，EPS分别为1.28/1.57/1.95元。首次覆盖，给予公司2020年40倍PE，目标价格62.8元，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；政策风险；食品安全风险；销量不及预期等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,277.05	26,575.26	28,526.69	30,751.51	33,209.78
增长率(%)	0.65	1.13	7.34	7.80	7.99
EBITDA(百万元)	2,543.30	2,503.80	3,090.50	3,786.86	4,613.25
净利润(百万元)	1,263.02	1,422.20	1,726.84	2,115.69	2,637.87
增长率(%)	21.04	12.60	21.42	22.52	24.68
EPS(元/股)	0.93	1.05	1.28	1.57	1.95
市盈率(P/E)	54.23	48.16	39.66	32.37	25.97
市净率(P/B)	3.99	3.81	3.65	3.44	3.21
市销率(P/S)	2.61	2.58	2.40	2.23	2.06
EV/EBITDA	16.85	13.20	16.32	13.95	9.95

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	51.9元
目标价格	62.8元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	695.91
流通A股股本(百万股)	695.91
A股总市值(百万元)	36,117.92
流通A股市值(百万元)	36,117.92
每股净资产(元)	14.73
资产负债率(%)	43.35
一年内最高/最低(元)	56.40/35.80

### 作者

刘畅 分析师  
SAC执业证书编号：S111052001000  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

1. 啤酒行业远近逻辑嵌套，产业结构升级背景下青啤卡位优势明显	4
1.1. 啤酒行业逐步走出疲态，破局时刻来临	4
1.2. 提价只是短期且片面的兴奋剂，关厂是镇痛剂但难以持续只能部分缓解成本压力	4
1.3. 产品结构升级是啤酒三岔路口的最佳指引	5
1.3.1. “消费时钟”的啤酒应用，深入刻画了结构升级的真实原理	5
1.3.2. 高毛利和新渠道加快产品升级速度	7
1.3.3. 啤酒行业进入发展新时，青啤有望迎来戴维斯双击	8
2. 青啤高端形象屹立不倒，产品品质值得国人信赖	9
2.1. “1+1”战略厘清产品结构，中高端脉络逐步清晰	9
2.2. 青啤坚守产品品质，驰名商标认可度高	12
3. 布局消费时钟第四阶段，硕果仅存的纯正国货中青啤有能力实现行业中的突围	13
3.1. 借力供应链革命，实现结构升级的弯道超车	13
3.1.1. 电商渠道完备，“新渠道”助鲜啤起航	13
3.1.2. 提前布局消费时钟第四阶段，进入服务消费的定制化时代	15
3.2. “百年国潮”文化建设，老品牌焕发新生命	16
3.3. “国货”不只是一句口号，曾经让百威起死回生	17
4. 治理结构持续优化，盈利能力改善空间巨大	18
4.1. 沉淀百年青啤	18
4.2. 复星入股有助于盘活公司治理结构，激励预期提上日程	19
4.3. 资本性开支大幅缩减，产能持续优化	20
4.4. 盈利能力仍有大幅改善空间	21
5. 盈利预测及投资建议	22
6. 风险提示	23

## 图表目录

图 1：我国 2010-2018 年啤酒产量变化（单位：万千升）	4
图 2：我国房地产开发投资完成额及啤酒产量累计同比（%）	4
图 3：我国 20-34 岁人口占比不断减少	4
图 4：2017 年低中高端啤酒销量占比	5
图 5：啤酒公司产能利用率	5
图 6：我国啤酒行业痛点解决方案	5
图 7：中国消费时钟理论	6
图 8：我国人均可支配收入变化（单位：元）	6
图 9：中国消费百年时钟-啤酒行业	7
图 10：近 6 年国内啤酒品牌千升酒价（单位：元/千升）	7
图 11：酒企近五年毛利率	7

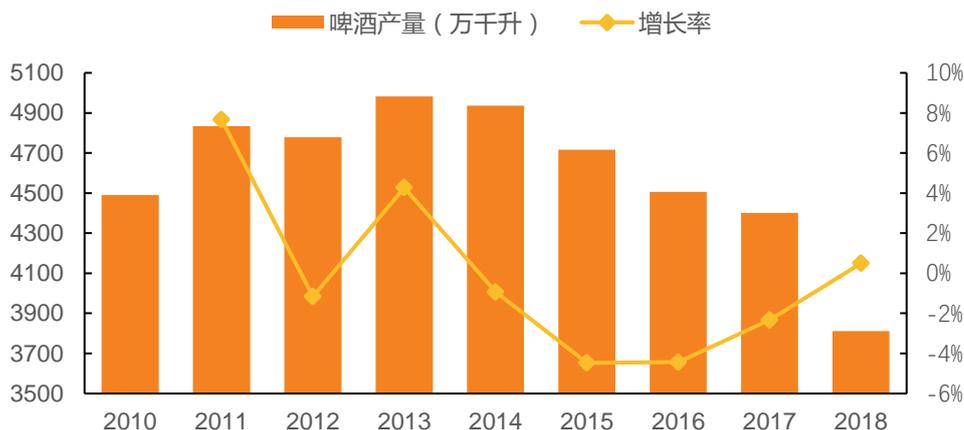
图 12: 2018 年啤酒销售渠道占比.....	8
图 13: 啤酒产量受餐饮增速影响.....	8
图 14: 啤酒企业优势区域市占率.....	8
图 15: 啤酒行业产品销量.....	9
图 16: 2002-2018 年青岛啤酒主品牌销量、占比及增速.....	10
图 17: 青啤高端啤酒变化趋势.....	11
图 18: 可比公司千升酒价 (元/千升).....	11
图 19: 2010-2019 年青岛啤酒&华润啤酒&百威亚太高端新品上市时间.....	11
图 20: 可比公司毛利率.....	12
图 21: 2018 年中国高端及超高端啤酒市场份额.....	12
图 22: 青岛啤酒及可比公司专利数 (个).....	12
图 23: 2010-2019 年青岛啤酒品牌价值变化.....	13
图 24: 我国啤酒行业痛点解决方案.....	13
图 25: 青岛啤酒营销模式图.....	14
图 26: 线上销售额对比.....	14
图 27: 青岛啤酒新渠道.....	15
图 28: 青岛啤酒私人定制产品.....	15
图 29: 青岛啤酒亮相纽约时装周.....	16
图 30: 百威前身安海斯-布希公司 (A-B) 历史危机时间线.....	17
图 31: 百威爱国营销产品.....	17
图 32: 主要啤酒公司股权结构图.....	18
图 33: 公司发展历程.....	19
图 34: 青岛啤酒股权变动情况.....	20
图 35: 青岛啤酒资本性新建、搬迁及改扩建项目投入 (亿元).....	21
图 36: 2016-2018 年青岛啤酒产能利用率.....	21
图 37: 可比公司毛利率.....	21
图 38: 可比公司销售费用率.....	21
图 39: 可比公司管理费用率.....	21
图 40: 可比公司期间费用率.....	22
图 41: 可比公司净利率.....	22
表 1: 啤酒行业部分企业工厂关停数量.....	5
表 2: 消费时钟下各阶段啤酒行业特征.....	6
表 3: 公司产品结构.....	9
表 4: 青岛啤酒近几年营销事件.....	16
表 5: 青岛啤酒近年来主要并购事件.....	19
表 6: 青岛啤酒主营业务预测, 收入, 销量, 吨单价, 毛利.....	23
表 7: 可比公司估值.....	23

## 1. 啤酒行业远近逻辑嵌套，产业结构升级背景下青啤卡位优势明显

### 1.1. 啤酒行业逐步走出疲态，破局时刻来临

我国啤酒行业自上世纪 90 年代起伴随房地产业的繁荣快速放量，酒企通过低价竞争、全国布局工厂迅速抢占市场份额，2008-2013 年产量 CAGR 为 3.69%，但自 2013 年起，行业开始回落，2013-2017 年 CAGR 为-3.05%。

图 1：我国 2010-2018 年啤酒产量变化（单位：万千升）



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

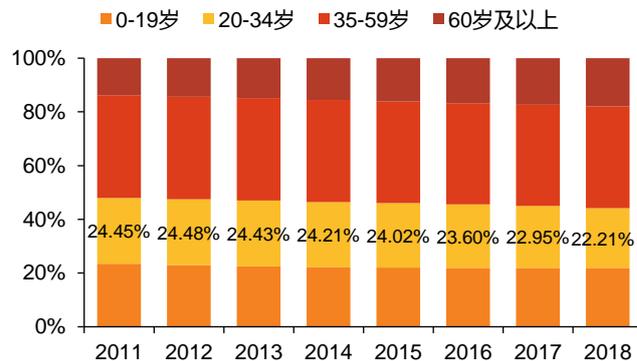
啤酒行业市场容量接近饱和，量的需求已过渡到质的需求，低价竞争策略难以为继。啤酒产量与房地产开发投资增速呈现明显的正相关关系，我们认为这种趋势是由啤酒消费量与务工人员数量高度相关导致的。随着房地产增速放缓，啤酒行业需求走弱。此外，啤酒的消费主力人群区间是 20-34 岁，中国人口因受到“计划生育”这一政策的影响，在每年进行的抽样人口普查中，该年龄段人群占比正在缓慢下降，从 2011 年的 24.45%，下降至 2018 年的 22.21%。主力人群数量的下降是行业需求量达天花板主要原因，同时人均可支配收入又在不断的上涨，消费升级使得行业低价竞争策略难以为继。

图 2：我国房地产开发投资完成额及啤酒产量累计同比 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：我国 20-34 岁人口占比不断减少



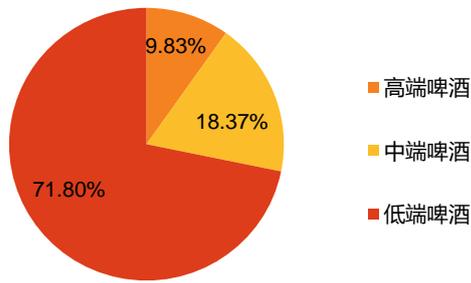
资料来源：Wind、天风证券研究所

### 1.2. 提价只是短期且片面的兴奋剂，关厂是镇痛剂但难以持续只能部分缓解成本压力

虽然啤酒行业的集中度很高，但是由于行业低端产品销量的占比仍高达 72%（2017 年），低端产品收入仍为企业的主要收入来源，产品受众对价格较为敏感，因此行业目前暂时不具备整体提价的基础。同时行业产能仍然过剩，企业需要低端产品维护市场份额。如果单一酒企提价，其他企业在满足“生存需求”基础上，可能利用现有产能扩大生产占领渠道，

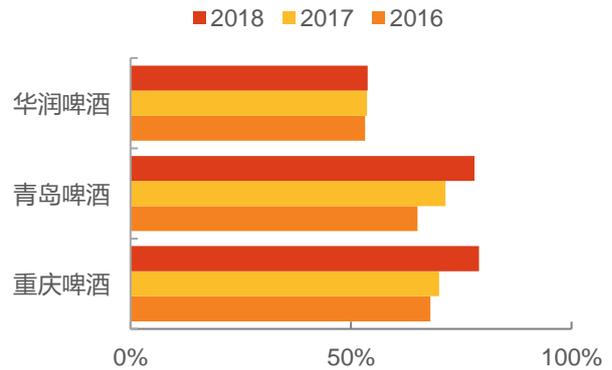
造成提价酒企份额损失。

图 4：2017 年低中高端啤酒销量占比



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

图 5：啤酒公司产能利用率



资料来源：公司年报、天风证券研究所

**关厂有效改善盈利能力但难以持续。**2013 年之前啤酒企业的规模性收购导致了行业产能利用率不足，部分产线持续亏损。2015 年之后，随着啤酒消费量的下降，各企业开始逐渐关停规模小、效率低、成本高的工厂，扩大产能转变为优化产能、提高效率。但是关厂的逻辑不可持续，由于品类的属性，啤酒企业的产能利用率不可能维持在很高水平，因此在企业关厂的前后 2-3 年可以有效改善盈利能力，在长期来看并非可持续的解决办法。

表 1：啤酒行业部分企业工厂关停数量

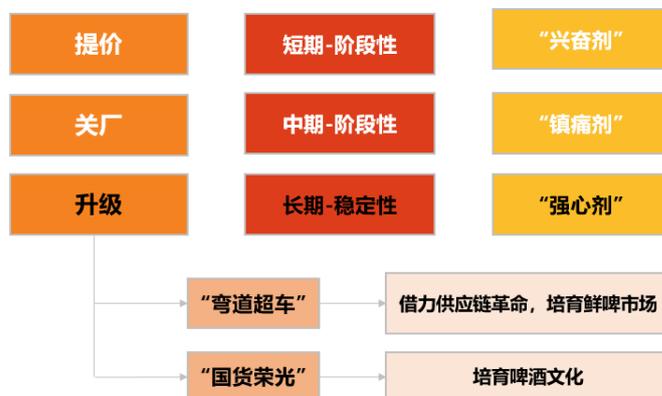
	2015	2016	2017	2018
华润啤酒	0	1	7	13
青岛啤酒	0	0	0	2
燕京啤酒	0	6	0	0
重庆啤酒	4	3	0	1

资料来源：公司年报、天风证券研究所

### 1.3. 产品结构升级是啤酒三岔路口的最佳指引

我们认为我国啤酒行业当前所面临问题的解决方案中，提价只是短期且片面的“兴奋剂”，关厂的“镇痛”效果中期即被消化，产品结构升级才是行业长期最持续的解决方案，是啤酒三岔路口的最佳指引。

图 6：我国啤酒行业痛点解决方案

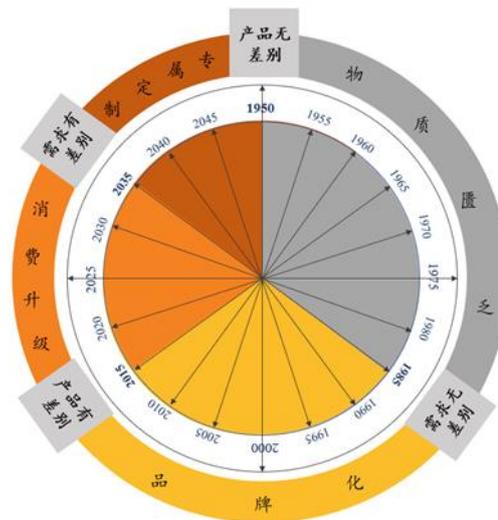


资料来源：天风证券研究所

#### 1.3.1. “消费时钟”的啤酒应用，深入刻画了结构升级的真实原理

我们在报告《食品饮料行业 2020 年度策略》中提出了“中国消费时钟”理论，构建起“供”、“需”双方的相互驱动关系。

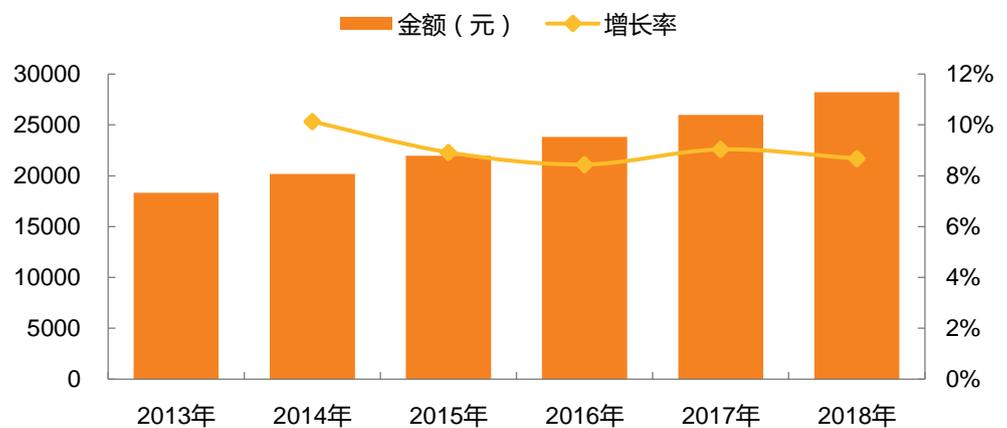
图 7：中国消费时钟理论



资料来源：天风证券研究所

当前的消费时代正处于时钟的第三阶段初期，随着人均可支配收入由 2013 年的 18311 元上涨到 2018 年的 28228 元，模仿型、排浪式消费结束，消费需求由量向质转变，一瓶啤酒卖全国的时代一去不复返，消费结构深入调整，个性化、多样化逐渐成为主流。随着消费观念的迅速拉升，在 2035 年之后，产品间的质量差别将逐步抹平，而且在经历了品牌化和消费升级的洗礼之后，消费的“产品端”逐步迈向了本质，“服务端”将会出现分化。因此未来这一段的消费在需求有差别的驱动下，将会通过个性化和专属化的驱动，逐步向产品无差别靠近，啤酒行业会再次掀起变革的浪潮。

图 8：我国人均可支配收入变化（单位：元）



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

我国的啤酒行业大致经过四个阶段的发展：先是啤酒厂如雨后春笋般出现，到经历并购和淘汰后行业五霸的形成；再到整个行业历经低价竞争到整合调整高端化，我国啤酒从发展到不断壮大成熟。伴随着消费升级，我国啤酒行业“跑马圈地”的阶段已经结束，现在处在深耕核心市场的“五方割据”阶段。企业很难再通过单一品种抢占市场份额，纷纷聚焦产品结构升级。进入存量时代后，我们认为消费升级带来的产品结构升级成为行业未来的主要驱动，也是打破囚徒困境的机遇。

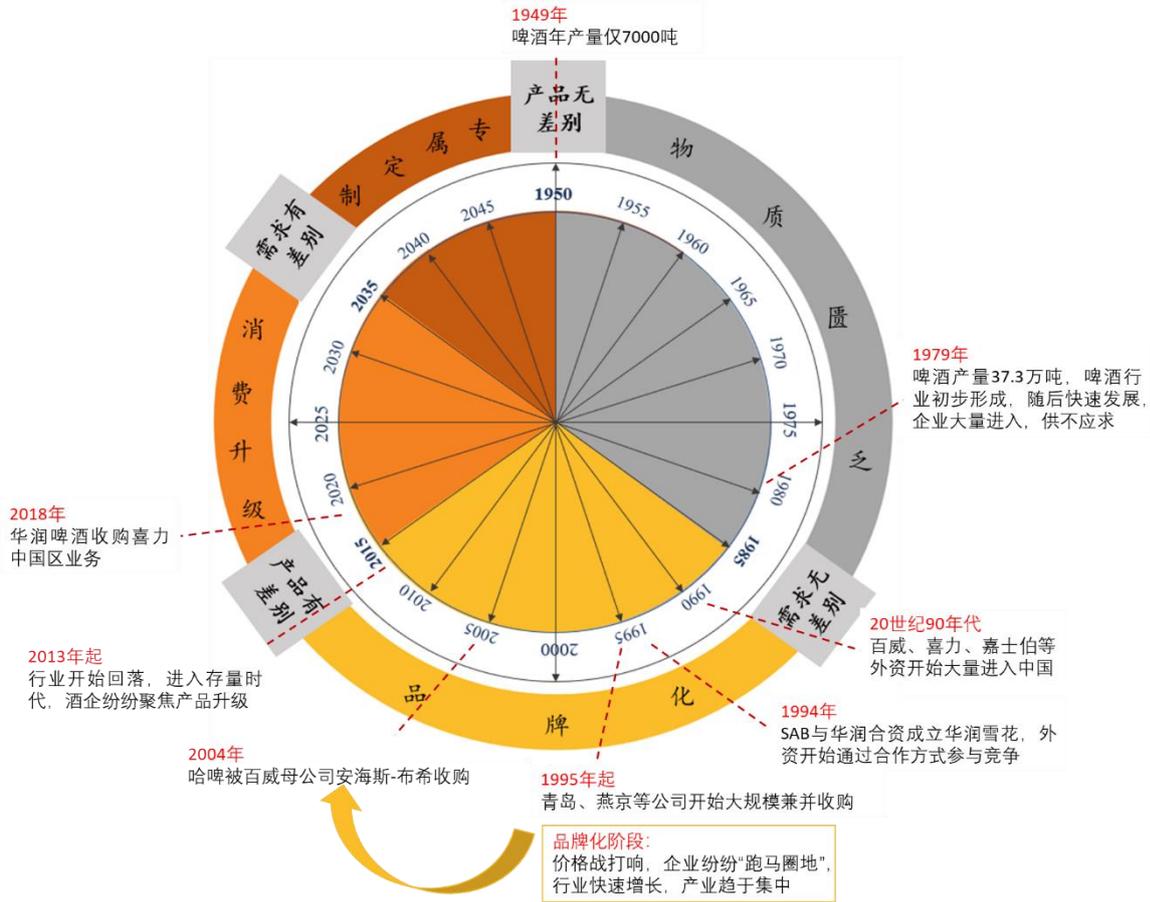
表 2：消费时钟下各阶段啤酒行业特征

阶段	时间	消费时代特征	啤酒行业特征
第一阶段	1950-1985 年	物质匮乏	实现啤酒酿造国产化，啤酒市场供不应求，啤酒企业产量和数量迅速扩张

第二阶段	1985-2015 年	品牌化	价格战打响，企业兼并收购，“跑马圈地”，产业趋于集中，行业快速增长；外国企业纷纷进入中国市场
第三阶段	2015-2035 年	消费升级	啤酒消费呈低增长，进入存量时代，品种呈多样化发展
第四阶段	2035-2050 年	专属定制	大数据下，满足消费者个性化需求，品类高度碎片化，精酿啤酒持续发展

资料来源：佳酿网、天风证券研究所

图 9：中国消费百年时钟-啤酒行业

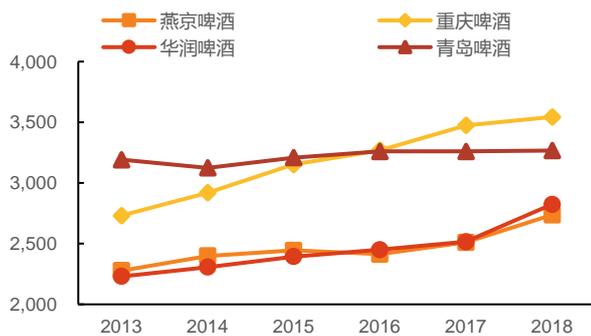


资料来源：新浪财经、华润集团官网、CCTV 财经、佳酿网、天风证券研究所

### 1.3.2. 高毛利和新渠道加快产品升级速度

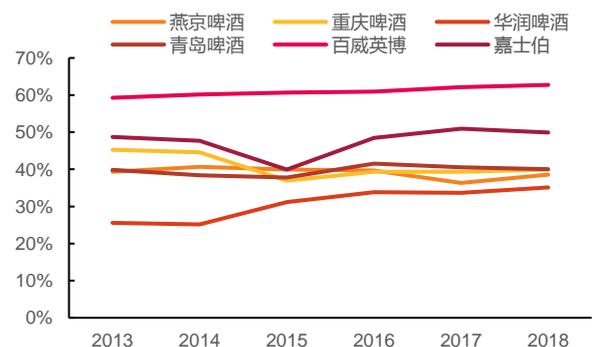
国内酒企的千升酒价基本在 4000 元水位下，而国际上百威英博的千升酒价约 6700 元，远高于国内啤酒巨头。百威英博 2018 年毛利率达到 63%，而国内毛利率最高的青岛啤酒和重庆啤酒仅有 40%。在通胀不断高企的情况下，产品结构升级也是相比提价更有效对冲成本压力的方式。

图 10：近 6 年国内啤酒品牌千升酒价（单位：元/千升）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

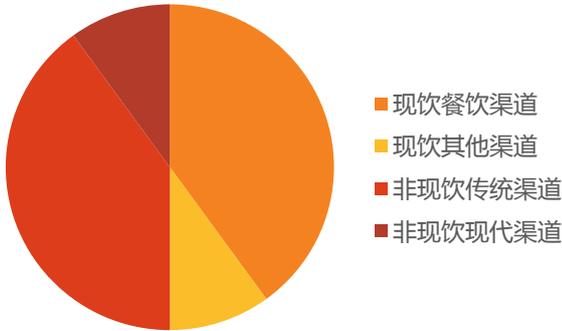
图 11：酒企近五年毛利率



资料来源：Wind、Bloomberg、天风证券研究所

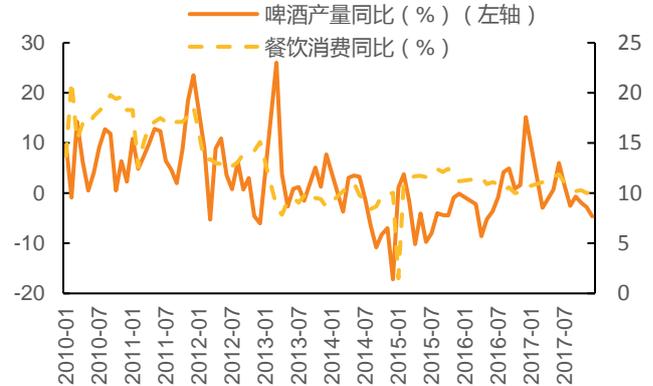
**非即饮渠道占比提升促使产品结构进行升级。**2018年，中国啤酒的即饮消费渠道（主要包括现饮餐饮和其他即饮渠道）占比约50%，而这一比重在2012年时为70%以上。通过比较啤酒产量与餐饮消费量之间的关系，发现二者呈一定正相关关系，我们认为即饮渠道占比的下降，一定程度与餐饮消费增速降低有关。而非即饮渠道销售需求的多样性较大，且产品高端化消费倾向较为明显。非即饮渠道占比的提升一定程度上推动了产品结构升级。

图 12：2018 年啤酒销售渠道占比



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 13：啤酒产量受餐饮增速影响

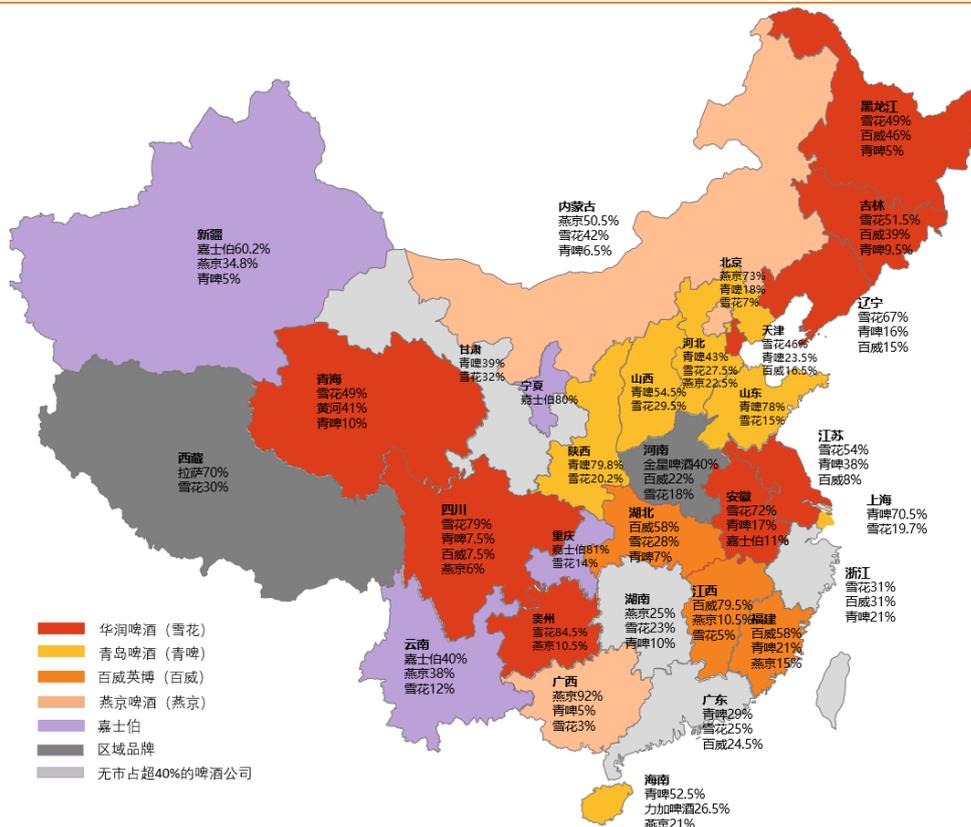


资料来源：Wind、天风证券研究所

**1.3.3. 啤酒行业进入发展新时，青啤有望迎来戴维斯双击**

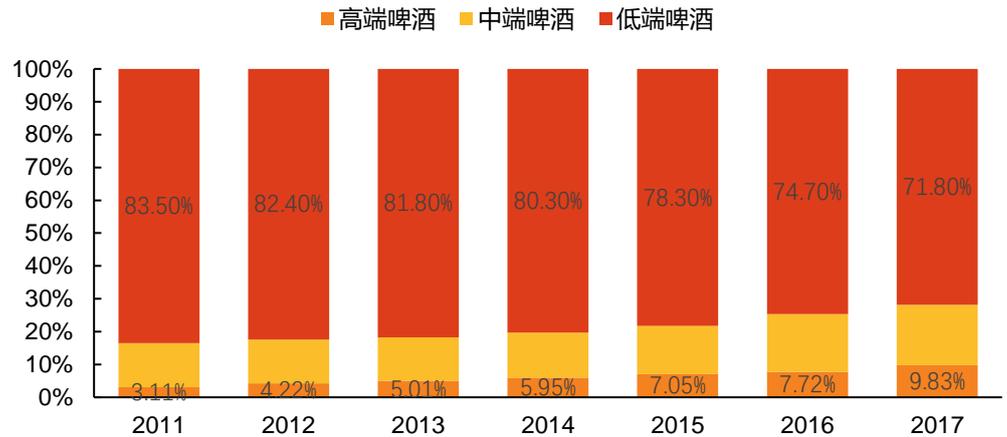
华润、青啤、百威是真正实现全国布局的企业。华润的优势区域主要在华东地区、安徽、四川、黑龙江；青啤在山东、华南地区、华北地区具有更高的市占率；百威在华南地区、华东地区具有优势。燕京和嘉士伯区域性更加明显。随着啤酒行业产品结构优化升级，高毛利使产品实现全国化布局成为可能，即使未在全国布局生产基地，也能实现产品全国化。此外，随着即饮渠道占比下降，渠道竞争优势或将淡化，龙头公司无需再继续大规模扩大生产基地。从行业整体情况来看，2011年-2017年，我国高端啤酒销量占比从3.1%提升至9.8%，低端啤酒占比从83.5%下降至71.8%，中高端产品占比逐步提升趋势已经显现。

图 14：啤酒企业优势区域市占率



资料来源：澄泓研究、酒业家、天风证券研究所

图 15：啤酒行业产品销量



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

随着消费观念的升级，借助低价提升销量的策略已经无法满足酒企当前的利润诉求，酒企竞争以“抢地盘”向“守地盘”转移，行业主导逻辑从营收端向利润端转移。各大酒企开始布局中高端，通过自身产品结构升级，维持优势区域的龙头地位，稳步提升盈利能力。青岛啤酒定位中高端，近几年来一直致力于产品结构的改善，推动产品结构升级。且青啤是国内啤酒文化浓烈的代表，或将引领行业本土化的建设，处于领跑位置的青啤有望迎来戴维斯双击。

## 2. 青啤高端形象屹立不倒，产品品质值得国人信赖

### 2.1. “1+1” 战略厘清产品结构，中高端脉络逐步清晰

上世纪 90 年代起，通过全国性并购扩张，青岛啤酒拥有了 100 多个品牌，投入大量资源维持“1+X”混合品牌架构。但品牌过多造成青啤价格混乱，不断下沉，且浪费资源，效率低下，失去行业领先地位。近年来，啤酒行业供给端的产能过剩和消费端的消费升级，对产品结构升级提出迫切要求。在此背景下，公司在 2014 年将品牌战略调整为“1+1”，即“青岛”主品牌+“崂山”第二品牌，以主品牌发力中高端市场创利润、副品牌维护中低端提市占，中高端脉络逐步清晰。

表 3：公司产品结构

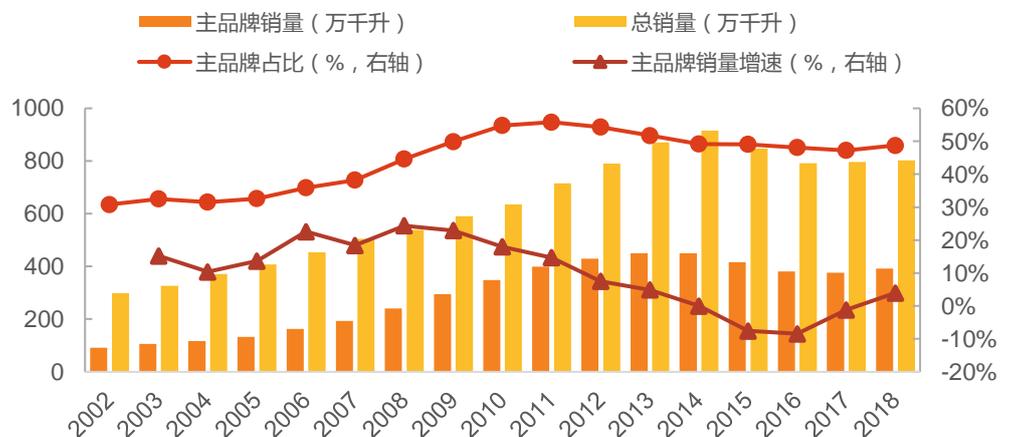
品牌	定位	产品名称	产品	单价(元/升)
青岛主品牌	中高端	经典		12.5
		欢动		11.7
		纯生		14
		经典 1903		16
		全麦白啤		14.8

		皮尔森		25.6
		逸品纯生		57
		鸿运当头		57.8
		黑啤		32.1
		奥古特		30.2
		青岛啤酒原浆		59
		IPA		66.7
崂山第二品牌	中低端	崂友记		6.8
		玩啤		10
		8度		9.8

资料来源：淘宝、天猫、天风证券研究所（根据欧睿国际分类，将售价每升7元以下、7-14元、14元以上分别定义为低端、中端、高端啤酒）

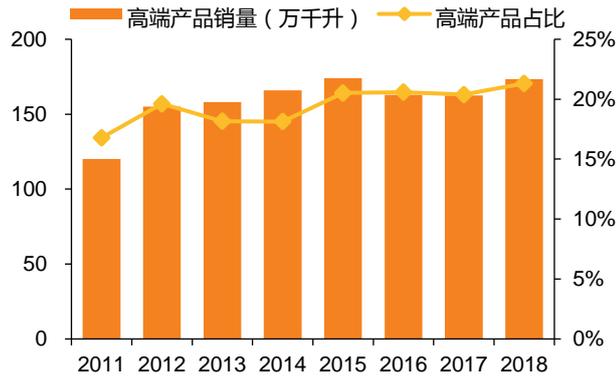
**青岛啤酒主品牌主要定位中高端。**2002-2018年，青岛啤酒主品牌销量占比从30.8%提升到48.7%，销量从92万千升提高到391万千升，CAGR达到9.47%，总销量CAGR为6.38%，中高端产品市场高速发展。2013-2018年，公司千升酒价维持在3200元/千升左右，始终处于行业领先水平，远高于华润与燕京。

图 16：2002-2018 年青岛啤酒主品牌销量、占比及增速



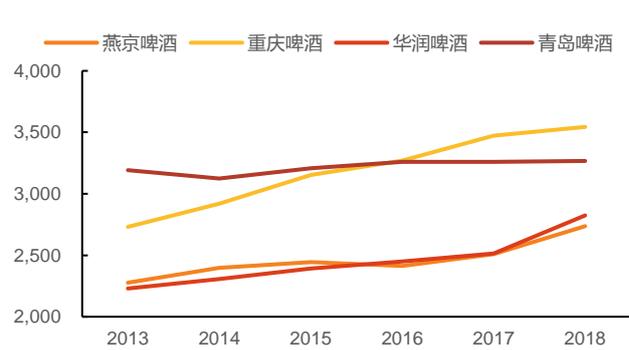
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 17：青啤高端啤酒变化趋势



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 18：可比公司千升酒价（元/千升）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

**提前布局高端市场，创新能力行业领先。**青岛啤酒高端产品布局较早，2010 年公司推出了奥古特、逸品纯生两个重要的高端单品；随后，新增高端新品黑啤、鸿运当头、1903 精酿等；2016 年，皮尔森精酿、全麦白啤、原浆桶啤等顺应消费新趋势的产品上市；2018 年，IPA 精酿的推出，填补了中国 IPA 品类上的空白。

1) 在早年酒企的价格战中，青岛啤酒通过“崂山”、“汉斯”、“银麦”等区域低端品牌抢占市场份额，主品牌始终定位中高端，但副品牌地域性强、知名度低，主品牌曲高和寡，导致青啤市场份额下降，在与华润雪花的竞争中处于劣势地位；

2) 随着啤酒行业的消费升级，各酒企厂商纷纷开启产品高端化战略布局。例如，华润推出雪花概念系列，陆续推出了 superX、脸谱系列、匠心打造等针对年轻消费群体的中高端系列，通过升级罐装啤酒的包装和时尚营销吸引消费者。但青啤由于提早布局高端市场、新品类推新速度较稳定，在行业竞争中优势明显，开始收获行业红利。

3) 近年来，在啤酒行业增长乏力的情况下，因消费者消费观念的转变，精酿啤酒发展迅速，国内外啤酒公司纷纷布局精酿市场。燕京啤酒在国内建立了专门的精酿啤酒生产线，百威在武汉建设精酿啤酒车间并收购“拳击猫”等小众精酿品牌，青岛啤酒推出奥古特、皮尔森、IPA 等精酿产品，持续发力精酿市场，在消费升级的前提下满足个性化需求。

图 19：2010-2019 年青岛啤酒&华润啤酒&百威亚太高端新品上市时间

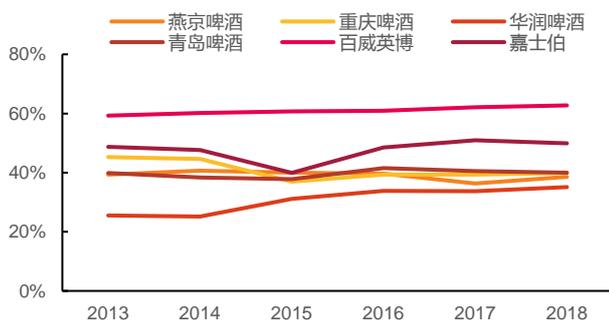


资料来源：凤凰网、新浪网、官方微信公众平台、天猫旗舰店、公司官网、天风证券研究所

**产品高端化加速推进，市场份额有望提升。**2018 年，“奥古特、鸿运当头、经典 1903”等高端产品实现销量 173.3 万千升，同增 5.98%，高端产品销量稳步提升，产品高端化加速推进。2019 年上半年，青啤高端产品共实现销量 105 万千升，同比增长 10%，继续保持在国内啤酒中高端产品市场的竞争优势。在包材价格等成本上涨的压力下，产品结构升级一定程度上拉动了青岛啤酒收入和利润的增长。2018 年，青啤毛利率为 40%（按可比口径），除百威外，居行业领先地位。百威在中国高端啤酒市场具有绝对优势，市场份额占比 47%；

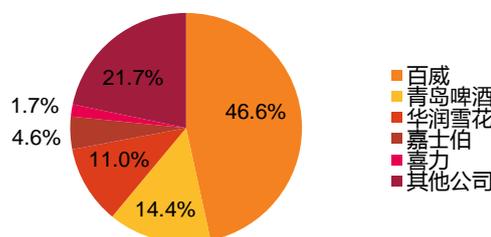
青啤作为内资龙头占比 14%，占第二大市场份额。随着产品高端化进程加快，青啤高端市场份额有望进一步提升。

图 20：可比公司毛利率



资料来源：Wind、Bloomberg、天风证券研究所

图 21：2018 年中国高端及超高端啤酒市场份额

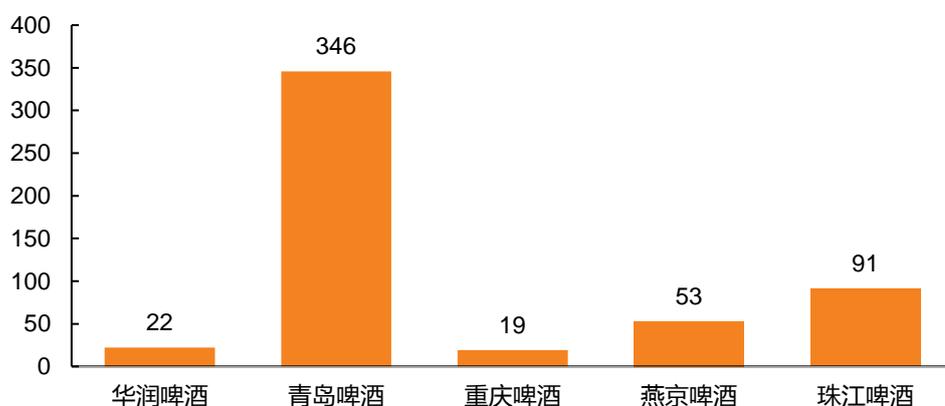


资料来源：GlobalData、百威亚太招股说明书、天风证券研究所

## 2.2. 青啤坚守产品品质，驰名商标认可度高

**百年青啤，品质出众。**公司作为中国历史最悠久的啤酒生产企业之一，拥有啤酒行业唯一的生物发酵工程国家重点实验室，并形成了多项自主知识产权的核心技术，市场的生产技术遥遥领先。同时公司制定严苛的质量管理体系，从原材料挑选和水质处理，到上千个质量检测点和贯穿全程的品评体系，保障了产品的口味与品质。2018 年，青岛啤酒黑啤在“世界啤酒锦标赛”中以出色的口味和品质获得金奖。同年，青岛啤酒皮尔森在全球 2344 款啤酒产品中脱颖而出，获得“欧洲啤酒之星”，产品品质持续被认可。

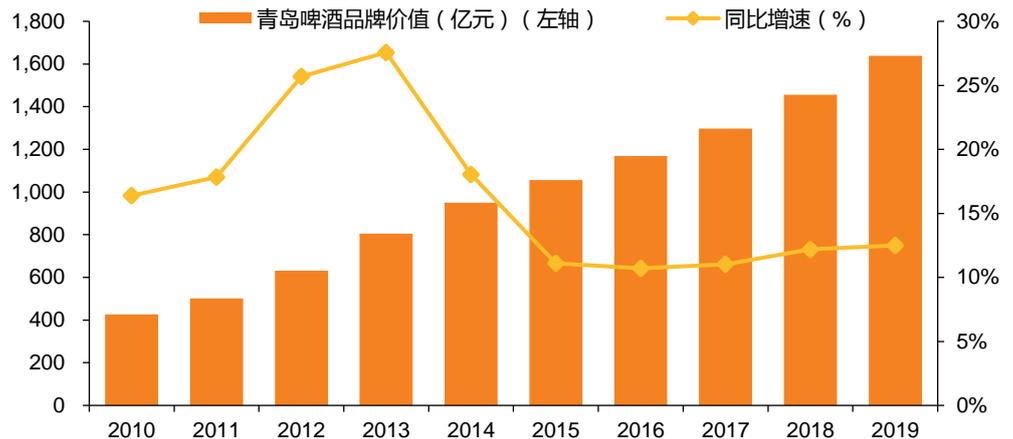
图 22：青岛啤酒及可比公司专利数（个）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2019 年公司品牌价值已达到 1637.72 亿元，连续 16 年居行业首位，并跻身世界品牌 500 强。同时，崂山啤酒以 327.09 亿元品牌价值位列啤酒行业第四位，体现出公司的品牌认可度高。

图 23：2010-2019 年青岛啤酒品牌价值变化



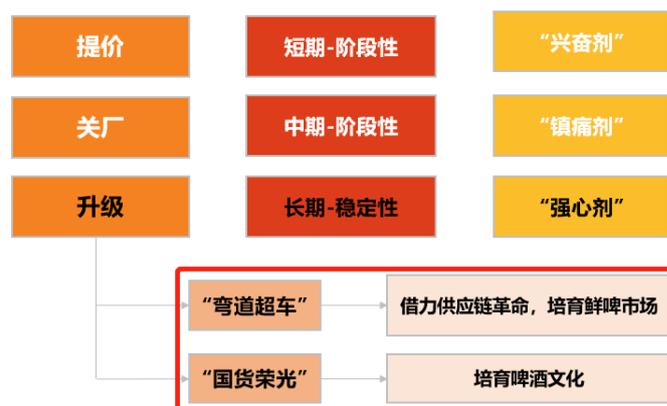
资料来源：公司年报、天风证券研究所

我们现在处于消费升级的第三阶段-消费升级初级阶段（详见 2020 年策略报告《消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》），伴随消费观念的升级，模仿型、排浪式消费结束，消费者对价格的敏感逐渐降低，消费需求由量向质转变，消费结构深入调整，产品质量成为企业的核心竞争力之一。青岛啤酒百年来坚守品质信仰，以质量为基，树立了高品质的品牌形象。高质量的产品满足了当代消费者对品质的需求，形成了独特的竞争力，或将引领消费质量新时代。

### 3. 布局消费时钟第四阶段，硕果仅存的纯正国货中青啤有能力实现行业中的突围

我们认为目前我国啤酒行业痛点的长期稳定解决方案是产品结构升级，而我国的啤酒企业由于产品本土化程度较低，并未呈现较好的生命力和竞争力，行业的本土化革命亟待进行。随着供应链革命不断缩短“最后一公里”的时间，短保质期的鲜啤发展有望助我国啤酒企业实现“弯道超车”。同时，在本土快消品全面崛起的今天，“国货”文化建设让品牌焕发年轻生命力，增强品牌粘性，为啤酒行业的本土化指明了方向。

图 24：我国啤酒行业痛点解决方案



资料来源：天风证券研究所

#### 3.1. 借力供应链革命，实现结构升级的弯道超车

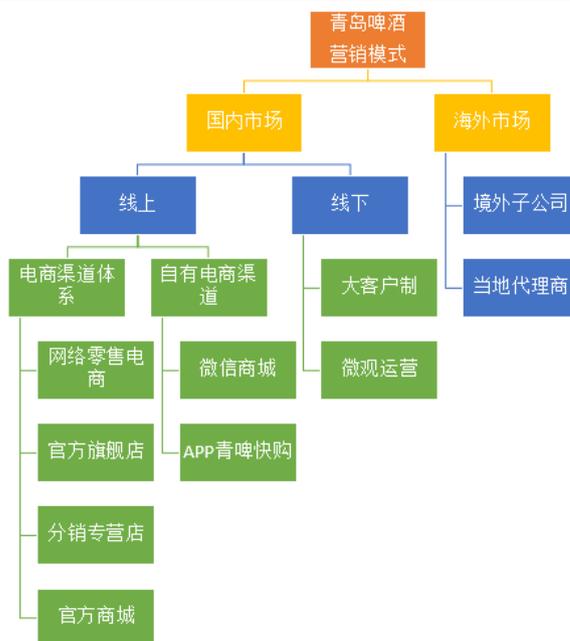
##### 3.1.1. 电商渠道完备，“新渠道”助鲜啤起航

对于食品饮料行业来说，品质等价于口感。食品行业存在一条规律，即保质期越短，口感越好。短保食品虽然售价较高，但随着消费升级的演替，消费者对品质的追求愈发强烈。我们认为啤酒行业将朝着短保方向演变，即鲜啤能够最大程度的满足消费者的追求。青岛

啤酒的渠道优势助力品类多样化，盒马等业态对供应链的重构，让鲜啤插上翅膀。

**青岛啤酒渠道优势显著,电商渠道体系完备。**青岛啤酒占据我国啤酒市场 16%的市场份额，在国内拥有 62 家全资和控股的啤酒生产企业，渠道优势显著。此外，公司在行业内率先构建了“网络零售商+官方旗舰店+分销专营店+官方商城”的电商渠道体系，上线移动端“青岛啤酒微信商城”、“APP 青啤快购”，并建立起“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台。2017 年，“青啤快购”已成功入驻全国 39 个城市，注册用户超过 50 万个，对高端战略产品发展、区域市场产品结构升级起到积极的推动作用。由线上交易额对比可得，青岛啤酒在内资企业中处于领先地位，销售额显著高于其他酒企。

图 25：青岛啤酒营销模式图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 26：线上销售额对比



资料来源：Wind、天风证券研究所

**积极拓展新渠道，探索鲜啤新零售。**目前鲜啤市场在即饮渠道售卖较多，青啤以餐饮等即饮市场为主要销售渠道，占市场销量比重超过 50%，但非即饮是未来发展的一个方向。伴随着“盒马”们的发展，鲜啤到店到家大概率是大势所趋。2016 年原浆桶啤上市，青岛啤酒成为最早布局鲜啤市场的企业之一。2018 年，青岛啤酒与阿里签署的战略协议，将拓展全渠道合作空间，除了现有天猫商城合作之外，接下来将拓展“盒马鲜生”、“天猫无人超市”等方向，新零售模式为青岛啤酒鲜啤发展提供了基础。

图 27：青岛啤酒新渠道



资料来源：新浪网、大众点评网、官方旗舰店、天风证券研究所

### 3.1.2. 提前布局消费时钟第四阶段，进入服务消费的定制化时代

基于消费时钟理论，我国啤酒行业现正处于消费升级阶段，未来将进入专属时代，绝大部分消费的产品、场景和业态都将围绕消费者的需求去构造，服务消费持续升温是第四阶段发展的重要标志。青岛啤酒积极顺应消费新趋势和业态发展方向，通过发展私人定制平台积极布局消费第四阶段。

**私人定制平台上线，满足消费者个性化需求。**公司经历了五年个性化定制探索，主要推出三种定制化模式：

- 1) 团购定制。公司通过与大 IP 联名，依托实时热点，刺激消费者的购买欲望，比如携手《深夜食堂》电影，推出限量版“深夜食堂”罐；携手魔幻大片《魔兽》，10 多万箱限量款“魔兽罐”瞬间售空。通过锁定与啤酒目标受众相匹配的 IP，打响品牌在年轻人中的知名度。同时，青啤与万科、复星、保利等行业头部企业进行定制合作，生产年会定制版及营销专用啤酒。
- 2) 渠道定制。青啤携手必胜客，推出“鸿运必胜装”，与披萨消费场景相结合；携手肯德基，打造“啤酒配炸鸡”热潮；与周黑鸭联名推出“啤酒伴鸭脖”的“看球 CP”。跨界合作拓宽了青啤的销售渠道，助力销售场景多元化。
- 3) 私人定制。2019 年，青岛啤酒私人定制平台正式上线，通过在罐体上印制婚纱照、聚会照、儿童照等，赋予消费者更多“话语权”。全新的定制体验和生活方式开启，满足消费者在不同场景下的个性化需求。

图 28：青岛啤酒私人定制产品



资料来源：官方旗舰店、天风证券研究所

### 3.2. “百年国潮”文化建设，老品牌焕发新生命

**战略定位转折，让“老品牌”变年轻。**2003年是青啤的百年华诞，也是青啤品牌战略发生重大变化的重大转折点。在此之前，青啤一直强调百年品牌和品质，2003年，青岛啤酒提出了“百岁归零”的战略理念，确立打造品牌年轻化的战略。青啤通过赞助网球公开赛、奥运会，与NBA、CBA合作等，走上体育营销之路。2015年，公司提出“四位一体”的市场推广模式，围绕体育、音乐、事件营销积极拓展与消费者互动交流渠道。2019年，青啤分别赞助草莓音乐节、天空音乐节、摩尔音乐节等，同时举办电音节，将音乐与啤酒融合，打造年轻化品牌形象。

表 4：青岛啤酒近几年营销事件

营销方式	时间	大型活动
体育营销	2008年	成为NBA中国市场开发的官方指定啤酒合作伙伴
	2012年	正式成为CBA联赛官方合作伙伴
	2013年	正式签约亚冠联赛，成为首家联姻亚冠的中国品牌
	2017年	作为青岛马拉松赛的顶级合作伙伴为赛事提供支持
	2018年	成为北京2022年冬奥会和冬残奥会官方赞助商
广告营销	2016年	聘请著名影星黄晓明担任青岛纯生啤酒形象代言人
	2018年	成为央视2018年世界杯转播赞助商，拿下比赛直播赛中赛前广告位
	2019年	邀请歌手华晨宇担任青岛啤酒品牌大使
音乐营销	2015年	作为浙江卫视“奔跑吧2016”跨年演唱会的赞助商
	2017年	举办青岛纯生大学生音乐节“青春音乐学院”
	2019年	赞助草莓音乐节、天空音乐节等，举办电音节
电影营销	2015年	与爱奇艺合作，共同出品微电影
	2018年	作为《环太平洋：雷霆再起》电影官方合作伙伴，植入品牌，推出专属定制礼盒

资料来源：新浪网、中国网、齐鲁网、央广网、凤凰网、和讯网、天风证券研究所

**亮相纽约时装周，打造“百年国潮”文化，积极拥抱年青一代。**2019年，青岛啤酒携手中国首家潮流品牌NPC亮相纽约时装周，将青岛啤酒百年文化巧妙融入服装设计细节。“青岛啤酒”、“中国的”等字样和青啤博物馆中的“老海报”均被融合在服饰中，体现“百年国货”的文化价值。同时，青啤发布经典1903复古罐，致敬与传承百年经典，承载着中国特色文化和深厚的历史底蕴。通过跨界合作和复古回潮，青岛啤酒将“中国经典”与“中国潮流”巧妙结合，使之成为当下年轻人追逐的潮流方向。

图 29：青岛啤酒亮相纽约时装周



资料来源：公司官网、天风证券研究所

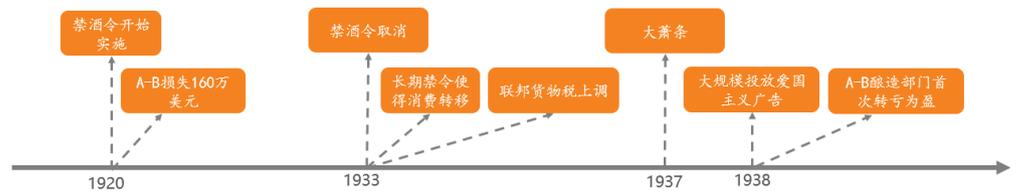
**青岛啤酒博物馆打造中国文化名片。**青岛啤酒博物馆开馆 16 年，以百年历程和工艺流程为主线，向消费者展示啤酒酿造过程和不同环节的内涵，让游客亲身感受青岛啤酒的品质和文化，是青岛啤酒百年文化的传播窗口。2019 年，青岛啤酒博物馆以 150.65 亿元成为唯一上榜“中国 500 最具价值品牌”的工业旅游品牌，品牌影响力深入人心。

### 3.3. “国货”不只是一句口号，曾经让百威起死回生

百威的“爱国情怀”使其在历史危机中实现转折。1933 年禁酒令取消后，美国政府为酿酒业制定了新的规章并上调啤酒的联邦货物税，与此同时，1937 年大萧条使得美国经济持续低迷，百威前身安海斯-布希公司酿造部门遭遇持续亏损。

在此次危机中，公司将宣传的全部精力放在恢复人们对国家的信任上，以“将美国推销给美国人民”为宗旨，融入爱国主义情怀和公共利益服务。广告中没有对产品的宣传，反而充满着百威的“爱国告白”。“美国的每一次日出，都为那些怀有信念的人、那些永远不失勇气与渴望的人带去希望，正是这样的品质使我们成为世界上最令人羡慕的国度。”此次广告宣传获得了显著成效，1938 年美国啤酒行业增长率为 26%，而公司销量增长了 173%，亏损 20 多年的酿造部门首次实现扭亏为盈。

图 30：百威前身安海斯-布希公司（A-B）历史危机时间线



资料来源：《苦酿百威》、天风证券研究所

2016 年美国大选期间，百威抓住热点事件，进行大规模的爱国主义营销，推出了印有“America”的夏季限定百威啤酒，并于 2017 年夏季再次推出“爱国系列啤酒”。百威通过爱国主义营销，努力将美国精神融入百威文化。

图 31：百威爱国营销产品



资料来源：公司官网、天风证券研究所

随着国货质量提升，以及民族品牌共识的形成，国货的竞争力不断增强，爱国营销将会显著刺激消费。近年来，外资品牌为快速进入中国市场，纷纷收购中国品牌；同时，为抢占中国高端市场份额，国产品牌也呈现与外资“联姻”趋势。百威收购哈尔滨啤酒、雪津啤酒，同时参股珠江啤酒；嘉士伯收购重庆啤酒；喜力与华润“联姻”，参股华润的 40%。而在复星接手朝日的股份后，青啤成为国内为数不多的纯正国货之一，是当之无愧的民族文化的代表。

图 32：主要啤酒公司股权结构图



资料来源：Wind、天风证券研究所

当前阶段虽然还谈不上“国货”的教育，但是在未来的发展过程中，我们预计青岛啤酒会不断宣扬国货荣光的理念。当消费走过“品牌化”的第二阶段后，第三阶段更注重产品本身的核心力量和消费者自身的情怀诉求，这正复合青啤发展的轨迹。在本土消费品，特别是本土快消品全面崛起的今天，青啤不仅卡位啤酒行业的发展逻辑，也卡位了国产品牌回馈消费者的逻辑之中。

## 4. 治理结构持续优化，盈利能力改善空间巨大

### 4.1. 沉淀百年青啤

青岛啤酒股份有限公司，前身是 1903 年由英、德商人合资创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司。1993 年 7 月，青岛啤酒股份有限公司成立并率先进入国际资本市场，分别在香港联合交易所和上海证券交易所挂牌上市，成为第一家在两地同时上市的中国企业。

**1993-2001：扩张阶段，增收不增利：**收购 40 余家啤酒生产厂，形成以青岛为基地，辐射全国的生产网络，率先完成国内市场的生产布局。产销量从 1996 年 35 万吨提高到 2001 年的 251 万吨，市场份额由 3%增至 11%，但净利润反而呈现下滑趋势，主要由于快速扩张后改造费用高，造成营业成本和管理费用急剧上升。

**2002-2007：整合阶段，利润大幅释放：**企业的经营策略实施战略性调整，实现由“做大做强”向“做强做大”、由“外延式扩大再生产”向“内涵式扩大再生产”的转变。

1) 管理整合：生产导向转向市场导向，推行业务部制，组织结构扁平化；采用以 EVA 为中心的目标管理体系；引进 ERP 管理系统，增加智能化管理能力。

2) 品牌整合：收缩产品线，聚焦做大主副品牌。以“青岛啤酒”为主干，“汉斯”“崂山”等为第二品牌，其余的一些品牌则根据市场需求，自生自灭，逐渐形成品牌梯队。

3) 销售网络整合：以“抓市场建网络，促进新鲜度管理”为原则，利用全国性的生产销售网络，以大城市为中心，推广直供模式；同时进行国际化的全球布局。

**2007-2013：并购整合并举，重启产能扩张：**巩固山东等基地市场的份额，并推进工厂所在地基地建设；采取“1+3”品牌战略，创立“三位一体”营销模式，将产品销售、品牌传播和消费者体验相结合，加大品牌影响力。

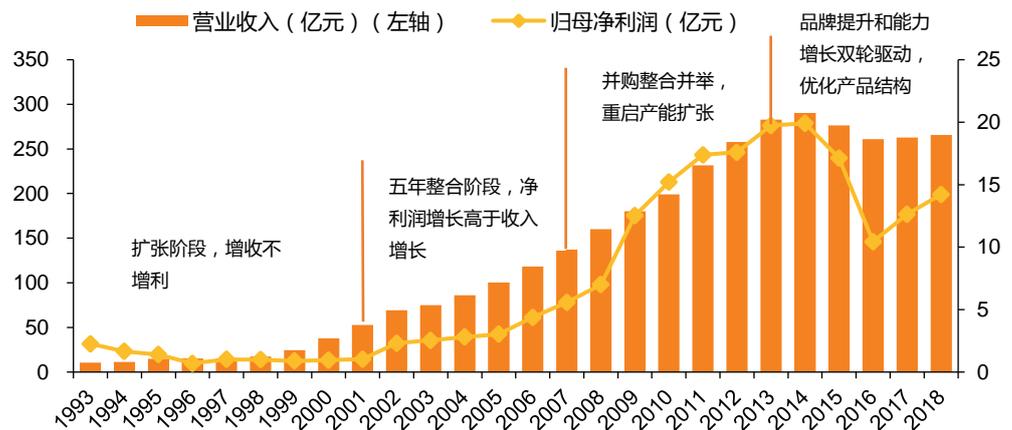
表 5：青岛啤酒近年来主要并购事件

时间	公司	事件
2010	嘉禾啤酒（太原）	投入 2 亿元，收购嘉禾太原啤酒厂 100%股权
2010	新银麦啤酒	联合香港公司，投入 18.73 亿元收购山东新银麦啤酒有限公司 100%股权
2011	紫金滩酒业	投入 8000 万元收购杭州紫金滩酒业公司
2011	活力啤酒	公司通过竞拍成功获得广东活力啤酒资产
2013	嘉禾啤酒（石家庄）	收购石家庄嘉禾啤酒 50%的股份并整合市场网络
2013	新钟楼啤酒	与新钟楼啤酒合作投资新建 60 万千升啤酒项目
2014	绿兰莎啤酒	投入 3.8 亿元收购绿兰莎啤酒 55%股权
2015	与三得利集团合资子公司	投入 8.23 亿元收购三得利青岛啤酒（上海）有限公司和青岛啤酒三得利（上海）销售有限公司各 50%股份后全资持有以上两个公司

资料来源：公司年报、天风证券研究所

**2014 至今：品牌成长和能力提升，实现双轮驱动，优化产品结构：**公司以“1+1”的品牌运作成功实现了品牌价值的逐步提升，主品牌青岛啤酒成为国际市场上最具知名度的中国品牌，远销美国、日本、德国、法国、意大利等世界 100 多个国家和地区。

图 33：公司发展历程



资料来源：Wind、天风证券研究所

#### 4.2. 复星入股有助于盘活公司治理结构，激励预期提上日程

**复星入股有助于公司机制改革的推进和公司的业务发展。**2017 年 12 月 20 日，复星与朝日集团签署协议，以每股 27.22 港元的价格收购朝日持有的青岛啤酒 2.43 亿股 H 股，交易总金额约 66.17 亿港元。目前股份转让已完成，复星持有青岛啤酒 17.99% 股权，成为青岛啤酒的第二大股东。复星以财务投资者角色入主，核心诉求为追求利润，有助于公司机制改革的推进。复星国际也将积极推动旗下各类酒店、餐饮业务与公司的全面对接，提高公司的渠道渗透力度，采用多种形式加快提升公司的市场拓展和业务发展。同时，复星将积极发挥全球资源布局的优势，协助公司加快海外业务的资源获取及市场渗透，推动公司更快地走向全球市场。

图 34：青岛啤酒股权变动情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

**管理层实现平稳过渡，高层顺利更迭。**2018年5月，公司发布公告称，黄克兴接任董事长一职，聘任樊伟为公司总裁，并兼任公司制造总裁、总酿酒师职务。新任董事长黄克兴具有丰富的啤酒行业战略发展、投资管理及市场营销的经验，长期从事企业发展工作，具有较强的创新、经营管理、市场拓展、品牌建设和市场营销能力。新任总裁樊伟为第一届酿酒大师，长期从事生产制造工作，具有丰富的质量管理、生产运营和产品研发经验。2019年8月，公司同意聘任三位副总裁，涉及公司供应链、制造和战略投资管理。

表 6：新任管理层过往经历一览

姓名	职务	过往经历
黄克兴	董事长	高级工程师，曾任公司总裁兼营销总裁、青岛啤酒集团有限公司副总裁。
樊伟	执行董事、总裁	第一届中国酿酒大师，工程系列应用研究员，国务院特殊津贴专家。
姜宗祥	副总裁兼供应链总裁	曾任战略投资管理总部副部长、信息管理总部部长及制造中心采购管理总部部长。
徐楠	副总裁兼制造总裁	高级工程师，曾任青岛啤酒（寿光）有限公司总酿酒师、总经理。
王少波	战略投资部部长	高级工程师，曾任运营管理部生产运营总监，战略投资管理总部部长。

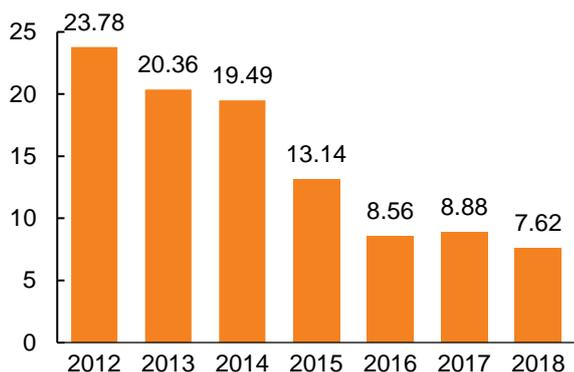
资料来源：公司公告、天风证券研究所

**股权激励计划彰显长期信心。**根据公司控股股东承诺，2020年6月底前将推进包括股权激励在内的长期激励计划，经相关部门批准后，提交公司股东大会审议后实施。管理层长期激励计划能够充分调动公司董事及核心骨干的积极性，更好的加强公司管理层、股东和公司之间的利益结合，提高公司的生产经营业绩。

### 4.3. 资本性开支大幅缩减，产能持续优化

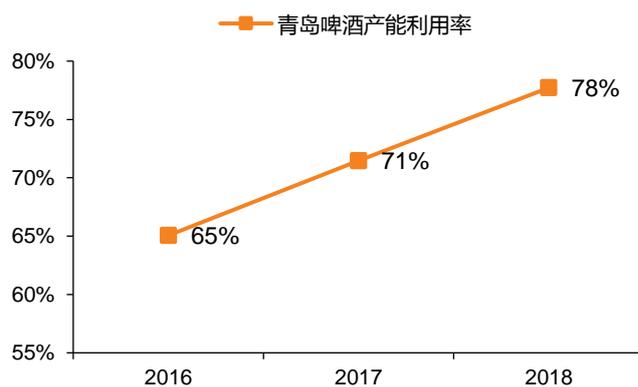
**关厂计划稳步推进，产能利用率有望提升。**2014年以前，公司在资本性开支方面投入较大，2012-2014年间，每年投入约20亿元用于新建、搬迁及改扩建项目。但2014年行业下滑后，公司开始大规模缩减资本性开支，经过这几年的压缩，2018年资本性开支只剩7.62亿。同时，2018年公司进行产能整合，关闭了持续亏损的芜湖、杨浦工厂，产能利用率大幅提升，从2017年的71%增加至78%。关闭了两家工厂后，19年公司还在积极推进，计划通过3-5年逐步关闭整合10家左右工厂，减少无效产能。2018年公司实际产能为987万千升，产量只有767万千升，还有巨大产能待释放，产能利用率有望进一步提升。

图 35：青岛啤酒资本性新建、搬迁及改扩建项目投入（亿元）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 36：2016-2018 年青岛啤酒产能利用率

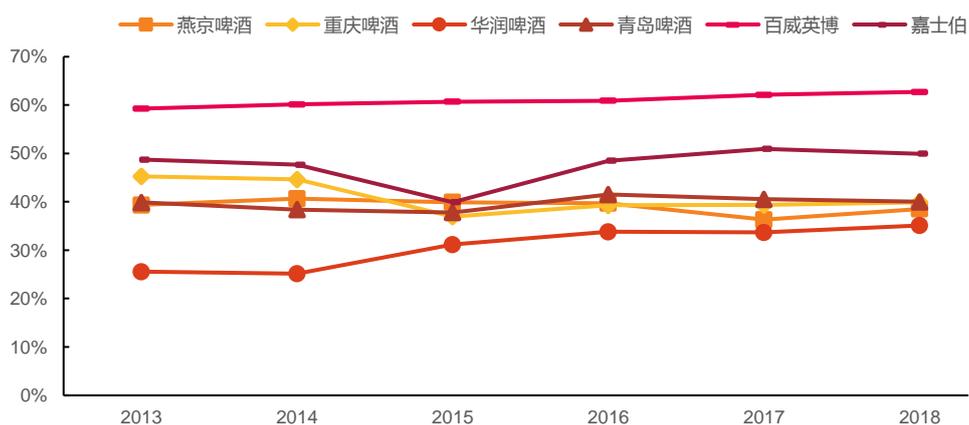


资料来源：公司年报、天风证券研究所

#### 4.4. 盈利能力仍有大幅改善空间

2018 年青岛啤酒毛利率约 40%（按可比口径）而百威英博 2018 年毛利率达到 63%，嘉士伯为 50%。与国内可比公司相比，青岛啤酒处于优势地位。伴随中高端产品占比不断提升，青岛啤酒毛利率有较大的上升空间。

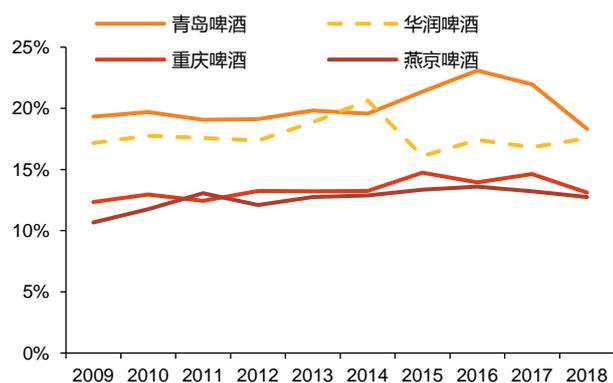
图 37：可比公司毛利率



资料来源：Wind、Bloomberg、天风证券研究所

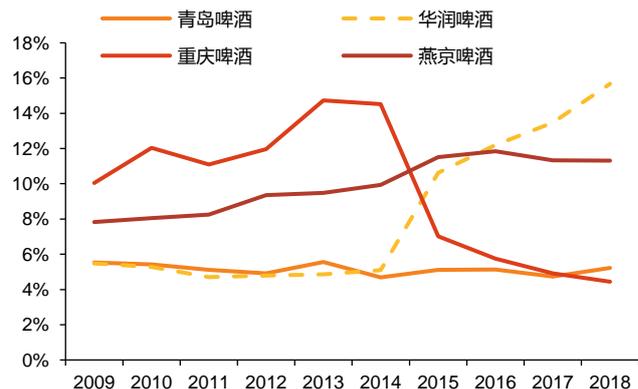
2011-2016 年期间，行业竞争较为激烈，公司实施扩张战略，销售费用率由 19% 增长到 23%，期间费用率由 24% 提升至 27%。2016 年后，行业竞争由产能、规模的扩张转向以质量、差异化为主，公司推进发展方式转型。从指标来看，2018 年因增值税率下调和产能优化，销售费用率降至 18%，管理费用率保持在 5% 低位水平，期间费用率降至 22%。

图 38：可比公司销售费用率



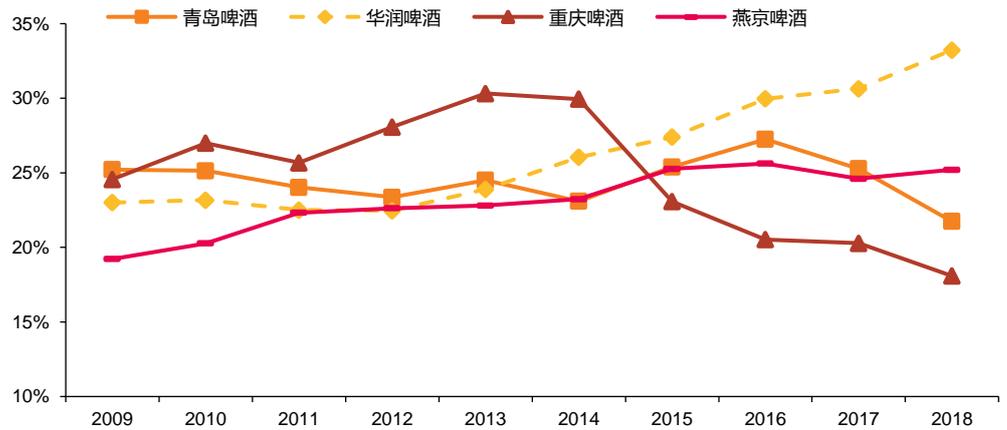
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39：可比公司管理费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

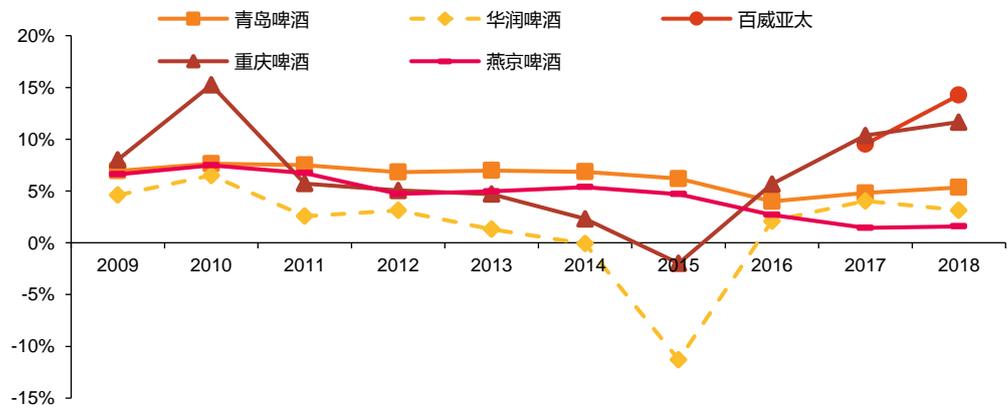
图 40: 可比公司期间费用率



资料来源: Wind、天风证券研究所

由于产品结构优化和费用率的改善,净利率自 2016 年起开始提升,反映出公司由重市场份额向利润提升的方向转变,符合行业发展趋势。与同行业可比公司相比,青啤净利率高于华润和燕京,但与重啤和百威有较大差距。百威亚太主要以高端产品销售为主,毛利率较高。重庆啤酒用高端化深耕重庆及周边市场,关停其他工厂,产能利用率持续优化,费用率显著降低。随着产能优化、产品升级的逐步推进,青啤净利率仍有上升空间。

图 41: 可比公司净利率



资料来源: Wind、天风证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

在产品结构升级的背景下,青岛啤酒始终定位中高端,近年来始终致力于产品结构的改善,通过品牌力、产品力和渠道力共同协作,推动产品结构升级;同时,伴随关厂计划的稳步推进和资本性开支的大幅缩减,公司效率持续优化,产能利用率有望进一步提升。青岛啤酒是中国产品酒的典范,产品品质保持卓越地位,是国内“百年国潮”文化建设的引领者。在本土消费品全面崛起的今天,青啤不仅卡位啤酒行业的发展逻辑,也卡位国产品牌回馈消费者的逻辑,有望在 3-5 年内实现行业地位的重大飞跃。

### 我们假设:

1. 青岛主品牌受益于消费升级,销量高速增长
2. 公司受益于产品结构改善,吨单价稳步提升

3.随着中高端产品占比不断提升，有效对冲成本压力，公司毛利率逐步提升

表 6：青岛啤酒主营业务预测，收入，销量，吨单价，毛利

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入（千元）</b>				
主营业务	26,234,330	28,151,670	30,338,995	32,756,013
- 青岛品牌	16,118,868	17,937,076	19,920,110	21,916,204
- 其他品牌	10,115,462	10,214,594	10,418,885	10,839,808
<b>销售量(万千升)</b>				
主营业务	803	826	857	893
- 青岛品牌	391	419	449	478
- 其他品牌	412	407	407	416
<b>吨单价（元/万升）</b>				
主营业务	32,670	34,070	35,407	36,668
- 青岛品牌	41,183	42,830	44,329	45,880
- 其他品牌	24,576	25,067	25,569	26,080
其他业务收入（千元）	340,925	375,018	412,519	453,771
营业总收入（千元）	26,575,255	28,526,688	30,751,515	33,209,784
<b>营业成本（千元）</b>				
主营业务成本	16,343,422	16,988,225	17,869,231	18,762,764
- 青岛品牌	8,705,847	9,327,280	10,159,256	10,958,102
- 其他品牌	7,637,575	7,660,945	7,709,975	7,804,662
其他业务成本	212,353	232,511	255,762	281,338
毛利率	37.70%	39.63%	41.06%	42.66%
主营业务	37.70%	39.65%	41.10%	42.72%
- 青岛品牌	45.99%	48.00%	49.00%	50.00%
- 其他品牌	24.50%	25.00%	26.00%	28.00%
其他业务	37.71%	38.00%	38.00%	38.00%
营业总成本（千元）	16,555,775	17,220,736	18,124,993	19,044,103

资料来源：Wind、天风证券研究所

综上，我们预计公司 2019-2021 年实现营收 285.27/307.52/332.10 亿元，同比增长 7.34%/7.80%/7.99%，实现净利润 17.27/21.16/26.38 亿元，同比增长 21.42%/22.52%/24.68%，EPS 分别为 1.28/1.57/1.95 元。

我们选取啤酒行业上市公司重庆啤酒和珠江啤酒作为可比公司，取 2020 年 1 月 16 日 Wind 一致预期作为可比公司的 PE 值，运用相对估值法对公司进行估值。首次覆盖，参照可比公司估值，给予公司 2020 年 40 倍估值，目标价格 62.8 元，给予公司“买入”评级。

表 7：可比公司估值

公司代码	可比公司	PE(17A)	PE(18A)	PE(19E)	PE(20E)	PE(21E)
600132.SH	重庆啤酒	31	37	42	43	38
002461.SZ	珠江啤酒	70	27	34	31	27
	行业平均	51	32	38	37	33

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

**宏观经济下行风险：**消费升级是由人均可支配收入提升推动的，宏观经济下行会导致收入下降，进而延缓消费升级进程。

**政策风险：**相关的食品安全政策会影响相关行业的经营情况。

**食品安全风险：**食品安全事件的爆发对公司的名誉会带来较大的影响。

**销量不及预期：**中高端产品市场销量不及预期，进而导致业绩不及预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,805.49	12,535.74	17,520.85	15,277.65	22,187.32
应收票据及应收账款	183.62	164.51	187.45	203.85	218.60
预付账款	116.39	173.56	24.95	215.56	53.03
存货	2,392.91	2,651.22	2,591.20	2,947.19	2,859.15
其他	1,574.58	2,235.27	1,835.08	1,879.69	2,097.92
<b>流动资产合计</b>	<b>14,072.98</b>	<b>17,760.31</b>	<b>22,159.54</b>	<b>20,523.94</b>	<b>27,416.03</b>
长期股权投资	375.90	370.49	370.49	370.49	370.49
固定资产	10,993.77	10,326.69	9,944.16	9,516.37	9,048.42
在建工程	200.14	379.89	263.93	206.36	153.82
无形资产	2,776.22	2,599.69	2,375.50	2,151.32	1,927.13
其他	2,555.70	2,638.20	2,538.20	2,552.46	2,557.55
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,901.73</b>	<b>16,314.96</b>	<b>15,492.28</b>	<b>14,796.99</b>	<b>14,057.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>30,974.71</b>	<b>34,075.27</b>	<b>37,651.82</b>	<b>35,320.93</b>	<b>41,473.44</b>
短期借款	282.53	296.16	287.00	385.00	269.00
应付票据及应付账款	2,373.21	2,572.42	2,778.49	2,732.86	3,066.23
其他	7,796.49	9,218.29	11,975.84	8,215.24	12,381.36
<b>流动负债合计</b>	<b>10,452.23</b>	<b>12,086.87</b>	<b>15,041.33</b>	<b>11,333.10</b>	<b>15,716.59</b>
长期借款	1.05	0.63	0.50	1.00	1.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,746.93	3,297.81	2,985.53	3,010.09	3,097.81
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,747.97</b>	<b>3,298.44</b>	<b>2,986.03</b>	<b>3,011.09</b>	<b>3,099.31</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,200.21</b>	<b>15,385.31</b>	<b>18,027.36</b>	<b>14,344.19</b>	<b>18,815.90</b>
少数股东权益	629.28	719.48	863.85	1,058.15	1,298.15
股本	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98
资本公积	3,444.18	3,444.19	3,444.19	3,444.19	3,444.19
留存收益	15,647.79	16,464.67	17,409.63	18,567.61	20,008.40
其他	(3,297.72)	(3,289.37)	(3,444.19)	(3,444.19)	(3,444.19)
<b>股东权益合计</b>	<b>17,774.50</b>	<b>18,689.95</b>	<b>19,624.46</b>	<b>20,976.74</b>	<b>22,657.53</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>30,974.71</b>	<b>34,075.27</b>	<b>37,651.82</b>	<b>35,320.93</b>	<b>41,473.44</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,382.26	1,561.01	1,726.84	2,115.69	2,637.87
折旧摊销	1,178.62	1,153.43	782.67	789.55	794.68
财务费用	(395.01)	(512.57)	(502.34)	(480.67)	(511.83)
投资损失	(57.99)	(20.52)	(39.25)	(29.89)	(34.57)
营运资金变动	218.18	8,578.30	2,578.92	(4,255.47)	4,753.76
其它	(102.52)	(6,767.64)	164.37	214.30	260.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,223.54</b>	<b>3,992.01</b>	<b>4,711.20</b>	<b>(1,646.49)</b>	<b>7,899.91</b>
资本支出	675.00	(81.74)	372.28	55.44	(37.72)
长期投资	(3.63)	(5.41)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,175.04)	(729.59)	345.30	(273.63)	(151.77)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(503.67)</b>	<b>(816.74)</b>	<b>717.58</b>	<b>(218.19)</b>	<b>(189.49)</b>
债权融资	284.00	297.21	287.91	386.41	270.91
股权融资	424.12	505.48	347.52	480.67	511.83
其他	(1,241.30)	(1,443.42)	(1,079.09)	(1,245.61)	(1,583.49)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(533.17)</b>	<b>(640.73)</b>	<b>(443.67)</b>	<b>(378.52)</b>	<b>(800.75)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,186.69</b>	<b>2,534.53</b>	<b>4,985.12</b>	<b>(2,243.20)</b>	<b>6,909.67</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>26,277.05</b>	<b>26,575.26</b>	<b>28,526.69</b>	<b>30,751.51</b>	<b>33,209.78</b>
营业成本	15,622.13	16,555.77	17,220.74	18,124.99	19,044.10
营业税金及附加	2,325.03	2,326.54	2,339.19	2,506.25	2,696.63
营业费用	5,768.94	4,868.83	5,163.33	5,535.27	5,944.55
管理费用	1,225.57	1,386.38	1,426.33	1,506.82	1,627.28
研发费用	18.69	19.76	28.53	30.75	33.21
财务费用	(370.02)	(497.12)	(502.34)	(480.67)	(511.83)
资产减值损失	10.72	147.03	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	0.12	54.17	20.00	20.00	20.00
投资净收益	57.99	20.52	39.25	29.89	34.57
其他	(374.34)	(684.20)	(118.51)	(99.77)	(109.14)
<b>营业利润</b>	<b>1,992.23</b>	<b>2,377.56</b>	<b>2,810.17</b>	<b>3,477.98</b>	<b>4,330.41</b>
营业外收入	145.62	15.92	30.00	32.00	40.00
营业外支出	33.03	13.72	5.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>2,104.82</b>	<b>2,379.77</b>	<b>2,835.17</b>	<b>3,499.98</b>	<b>4,360.41</b>
所得税	722.56	818.76	963.96	1,189.99	1,482.54
<b>净利润</b>	<b>1,382.26</b>	<b>1,561.01</b>	<b>1,871.21</b>	<b>2,309.99</b>	<b>2,877.87</b>
少数股东损益	119.24	138.81	144.37	194.30	240.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,263.02</b>	<b>1,422.20</b>	<b>1,726.84</b>	<b>2,115.69</b>	<b>2,637.87</b>
每股收益(元)	0.93	1.05	1.28	1.57	1.95

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.65%	1.13%	7.34%	7.80%	7.99%
营业利润	21.46%	19.34%	18.20%	23.76%	24.51%
归属于母公司净利润	21.04%	12.60%	21.42%	22.52%	24.68%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.55%	37.70%	39.63%	41.06%	42.66%
净利率	4.81%	5.35%	6.05%	6.88%	7.94%
ROE	7.37%	7.91%	9.20%	10.62%	12.35%
ROIC	14.31%	17.94%	38.88%	276.21%	59.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.62%	45.15%	47.88%	40.61%	45.37%
净负债率	-53.57%	-65.48%	-87.81%	-70.99%	-96.73%
流动比率	1.35	1.47	1.47	1.81	1.74
速动比率	1.12	1.25	1.30	1.55	1.56
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	157.04	152.68	162.10	157.18	157.23
存货周转率	10.94	10.54	10.88	11.10	11.44
总资产周转率	0.86	0.82	0.80	0.84	0.86
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.93	1.05	1.28	1.57	1.95
每股经营现金流	1.65	2.95	3.49	-1.22	5.85
每股净资产	12.69	13.30	13.89	14.74	15.81
<b>估值比率</b>					
市盈率	54.23	48.16	39.66	32.37	25.97
市净率	3.99	3.81	3.65	3.44	3.21
EV/EBITDA	16.85	13.20	16.32	13.95	9.95
EV/EBIT	31.00	24.20	21.86	17.62	12.01

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com